



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"IL QUANTITATIVE EASING DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA:
ORIGINE, FUNZIONAMENTO E CONSEGUENZE DEL PROGRAMMA
AMPLIATO DI ACQUISTO DI ATTIVITÀ."**

RELATORE:

CH.MO PROF. LUCIANO GIOVANNI GRECO

LAUREANDA: MARTINA VASELLI

MATRICOLA N. 1115587

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Indice

INTRODUZIONE.....	5
1. ALL'ORIGINE DEL QUANTITATIVE EASING.....	7
1.1 Politica di bilancio (o fiscale), politica monetaria e indebitamento pubblico.....	8
1.2 Necessità di integrazione tra politica fiscale e monetaria: il caso dell'Eurozona.....	12
2. STRUTTURA DEL PROGRAMMA AMPLIATO DI ACQUISTO DI ATTIVITÀ..	15
2.1 La trasmissione degli effetti del programma all'economia reale.....	16
2.2 Implementazione, finalità e conseguenze dei singoli sottoprogrammi.....	18
2.2.1 <i>Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3).....</i>	<i>20</i>
2.2.2 <i>Programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP).....</i>	<i>24</i>
2.2.3 <i>Programma di acquisto del settore pubblico (PSPP).....</i>	<i>26</i>
2.2.4 <i>Programma di acquisto del settore societario (CSPP).....</i>	<i>28</i>
3. ANALISI COMPLESSIVA E PROSPETTIVE FUTURE DEL PROGRAMMA.....	32
3.1 I risultati conseguiti grazie al PAA.....	32
3.2 Efficacia del QE europeo: un confronto con il caso americano.....	34
3.3 Prospettive future del programma.....	36
CONCLUSIONI.....	38
BIBLIOGRAFIA.....	40
SITOGRAFIA.....	43
RIFERIMENTI NORMATIVI.....	46

Introduzione

“Nell’ambito dell’Eurosistema, il nostro obiettivo principale è il mantenimento della stabilità dei prezzi per il bene comune¹”.

Una missione chiara, univoca ed essenziale quella dell’Eurosistema, l’autorità monetaria dell’area della moneta unica costituita dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l’euro. Missione che si è rivelato piuttosto difficile perseguire in fasi come quella delle tensioni finanziarie di fine 2007 sfociate poi, a seguito del fallimento dell’istituzione statunitense Lehman Brothers, in una crisi finanziaria globale.

In queste circostanze, le misure convenzionali di politica monetaria, vale a dire le variazioni dei tassi d’interesse, risultano insufficienti, poiché non sono in grado di assicurare all’economia reale un’efficace trasmissione dell’orientamento di politica monetaria. Data dunque l’incapacità di quest’ultima di influenzare le prospettive per la stabilità dei prezzi attraverso le sole modifiche ai tassi d’interesse, la BCE, al fine di garantire l’incolumità del processo di trasmissione anche in tali particolari circostanze, ha adottato misure di politica monetaria non convenzionali.

Nel primo capitolo, quindi, partendo dall’analisi dei modelli macroeconomici di politica fiscale e monetaria, verranno chiarite le ragioni che hanno spinto la BCE ad implementare l’insieme dei programmi suddetti. In particolare, l’attenzione sarà focalizzata sull’origine di uno di essi, il Quantitative Easing, in virtù del quale la BCE acquista titoli di Stato detenuti dalle banche di ogni Paese dell’area euro, accreditando loro maggiori riserve e con ciò incrementando la base monetaria e perseguendo l’obiettivo di generare un aumento del livello nominale del reddito, cioè in parte dell’inflazione e in parte del PIL in termini reali.

Nel secondo capitolo si entrerà nel dettaglio del programma, illustrando la struttura nei suoi meccanismi di funzionamento. Sarà ripercorsa la sua evoluzione, dalle soluzioni ibride antecedenti fino all’implementazione del QE vero e proprio, annunciato il 22 Gennaio 2015 dal presidente della BCE Mario Draghi come il *“Programma ampliato di acquisto di attività”*.

Nel terzo e ultimo capitolo, con l’ausilio di studi e considerazioni appartenenti a specialisti in materia, si analizzeranno i punti di forza e di debolezza del programma in questione, anche avvalendosi dell’esempio americano come termine di confronto per valutare i risultati

¹2018. La missione dell’Eurosistema. *European Central Bank [online]*. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/eurosystem-mission/html/index.it.html>.

raggiunti. Mettere luce sugli sviluppi finali relativi al programma e sugli effetti da esso innescati sarà l'ultimo passaggio per dare completezza all'analisi precedentemente svolta.

1.All'origine del Quantitative Easing

15 Settembre 2008: la Lehman Brothers Holdings Inc., quarta banca d'investimento americana per dimensioni, finisce in bancarotta. 4 giorni dopo, il Ministro del Tesoro americano Henry Paulson annuncia un piano di salvataggio da 700 miliardi con l'obiettivo di acquistare titoli tossici in pancia alle banche.

È con questo evento che la crisi finanziaria americana sale di livello e si avvia a diventare una crisi economica globale, seconda soltanto alla Grande Depressione della prima metà del XX secolo.

Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, che trova le sue radici proprio nella crisi statunitense, i Paesi dell'Eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. Ai Paesi *core*, come la Germania, che si connotavano per livelli contenuti di debito pubblico e per un'attività economica solida, si contrapponevano i cosiddetti Paesi periferici, o PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), caratterizzati da una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico. In particolare tale situazione era da ricondursi all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit, ai bassi tassi di crescita del PIL e agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi.

Nonostante tali differenze fossero state in parte appianate nel 2010 grazie ad una ripresa economica che aveva interessato le principali economie avanzate con ritmi e modalità eterogenei tra Paesi e aree geografiche, il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, ha interrotto la ripresa già incerta e segnato il passaggio ad una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano.

La crisi ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'Eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) e si è poi estesa nel corso del 2011 a Spagna e Italia. Banche centrali e governi di tutto il mondo si sono ritrovati a dover intervenire tempestivamente per fornire risposte in termini di politiche di bilancio e monetarie commisurate al proprio sistema finanziario ed economico.

Per inquadrare tali manovre e comprendere il motivo delle modifiche radicali e fuori dall'ordinario da esse subite, è necessario dapprima soffermarsi sul rapporto che sussiste tra politica di bilancio (o fiscale), politica monetaria e indebitamento pubblico.

1.1 Politica di bilancio (o fiscale), politica monetaria e indebitamento pubblico

Il dibattito circa gli effetti delle politiche di bilancio ha subito un risvolto radicale verso la metà degli anni Settanta del Novecento, quando si afferma negli Stati Uniti una scuola definita “Nuova macroeconomia classica”, o “scuola delle aspettative razionali”, i cui principali esponenti sono R.E. Lucas, T.J. Sargent, R.J. Barro e N. Wallace. In base alla loro impostazione, l'efficacia di qualsiasi politica economica, che sia monetaria o di bilancio, deve essere valutata alla luce del cambiamento delle aspettative e dei comportamenti di famiglie e imprese che la stessa politica produce. In altri termini, l'analisi microeconomica delle aspettative di individui perfettamente razionali deve essere propedeutica a qualsiasi tipo di analisi macroeconomica.

Le teorie sviluppate da questi economisti tendono ad identificare un insieme di ipotesi sul funzionamento dell'economia nel cui contesto la politica economica è inefficace, poiché, se la formazione delle aspettative avviene su base razionale, qualunque decisione delle autorità finirà per essere prevista e, quindi, assorbita e neutralizzata dal comportamento degli operatori, che possiedono le stesse informazioni delle autorità. L'unico caso in cui la politica economica può avere effetti reali è quello in cui è imprevedibile, quindi diversa da ciò che il settore privato si aspetta: una politica del genere, tuttavia, può essere destabilizzante e, dunque, non auspicabile.

Il risultato formalizzato del pensiero espresso da questo gruppo di economisti lo si deve a Barro, il quale rielabora il teorema dell'equivalenza di Ricardo, concepito dall'economista inglese nell'800, introducendovi le aspettative razionali degli operatori economici per perorare l'inefficacia di una politica fiscale basata sul ricorso al debito pubblico nel finanziamento della spesa pubblica. In base all'equivalenza ricardiana, le diverse manovre di finanziamento della spesa pubblica sono equivalenti in un'economia caratterizzata da:

- a. individui con orizzonte di scelta economica infinito;
- b. imposte non distorsive;
- c. mercati del credito completi;
- d. individui con aspettative di risanamento della finanza pubblica.

In particolare, la politica di bilancio non ha effetti macroeconomici e il livello del debito pubblico è irrilevante.

Per rendere applicabile tale proposizione in modo da individuare le modalità di intervento più adatte, è necessario capire se l'economia reale rispetta i requisiti sopraelencati.

Sotto le prime tre ipotesi, la politica di emissione del debito a finanziamento della spesa non ha effetti diversi dal finanziamento con entrate fiscali o con emissione di moneta, in quanto si verifica un contestuale incremento del risparmio che assorbe l'emissione dei titoli pubblici. Quando la nuova spesa pubblica viene finanziata con entrate fiscali o emissione di moneta, gli individui subiscono una compressione del reddito disponibile e, per potersi garantire un consumo anche in un momento successivo a quello in cui percepiscono i flussi di reddito, riducono il consumo corrente, aumentando il risparmio.

Allo stesso modo, qualora la nuova spesa venga finanziata con emissione di debito e l'individuo si aspetti di dover ripagare il debito emesso in un periodo futuro, allora in quel periodo il reddito disponibile sarà ridotto della quantità di risorse necessarie a ripagare il debito. Il maggior risparmio, da parte di famiglie e imprese, dunque, costituisce un accantonamento per il pagamento del futuro onere, cosicché, in quella circostanza, queste potranno godere delle risorse aggiuntive e raggiungere il profilo di consumo ottimale.

Gli effetti finali possono essere equiparati a quelli delle altre politiche: la crescita del debito pubblico non ha effetti sui tassi di interesse in quanto l'aumento dell'emissione di titoli si accompagna alla crescita della domanda di questi ultimi, cioè, del risparmio.

Analizziamo ora singolarmente le tre ipotesi poste dall'equivalenza ricardiana per testarne la corrispondenza con i meccanismi che si osservano nel mondo reale:

- a. Per la prima, potremmo certamente dire che, se per gli individui la finalità ereditaria del risparmio è forte, allora l'orizzonte economico delle scelte si allunga inevitabilmente. Infatti, sapendo che il debito dovrà essere ripagato dopo la loro morte, sono portati ad accrescere il proprio risparmio di un ammontare sufficiente a garantire il valore reale del lascito ereditario. Al contrario, se la motivazione ereditaria è debole e l'individuo non sa quando si verificherà il risanamento della finanza pubblica, allora l'orizzonte di scelta economica è limitato alla vita dello stesso, l'ipotesi è violata e gli effetti del finanziamento con debito sono diversi rispetto a quelli delle altre due manovre.
- b. Per quanto riguarda il secondo punto, non possiamo che constatarne la non validità. È comprovato, infatti, che l'imposizione fiscale distorca le scelte individuali: se un individuo si aspetta che la tassazione del reddito da lavoro si concentrerà in un solo periodo della sua vita, dedicherà meno tempo al lavoro in quella fase, abbassando anche il livello di consumo, per destinarne di più ai periodi successivi. Per arginare tale situazione, sarebbe

necessario finanziare l'aumento una tantum della spesa pubblica per la minor parte possibile con entrate fiscali e ricorrere all'indebitamento, di modo che, da una parte, il sistema risulti più efficiente, dall'altra il carico fiscale della nuova spesa venga distribuito nel tempo.

c. Con quest'espressione s'intende l'esistenza di un mercato dei capitali perfetto dove tutti possano prestare e prendere in prestito quanto necessario ad un tasso fisso uguale per tutti. L'esistenza di vincoli di liquidità, tuttavia, invalida l'ipotesi di ciclo vitale su cui l'assunzione si basa. Se la creazione di debito introduce degli elementi non presenti nel mercato privato, allora l'equivalenza viene inficiata, come nel caso di costi transazionali pubblici minori di quelli privati, oppure nel caso del problema di selezione avversa.

d. Quest'ultima assunzione, implicita già nei ragionamenti precedenti, nella realtà economica può subire delle violazioni più o meno intense, ma che inficiano la legittimità delle altre ipotesi e, dunque, smentiscono l'equivalenza.

Posto anche che le ipotesi finora descritte siano valide, in ogni caso è necessario assumere, non solo che il comportamento di famiglie e imprese sia ricardiano, ma che lo sia anche quello del governo: le prime si aspettano che il secondo rimborsi il debito in futuro e questo s'impegna effettivamente a farlo. Chiedersi se il governo ripagherà il debito già emesso equivale a domandarsi se esiste un limite all'accumulo di debito pubblico o se è possibile finanziare infinitamente quello già "in circolazione" con successive emissioni.

Dal momento che l'emissione di nuovi titoli pubblici incrementa l'offerta di attività finanziarie verso cui il risparmio delle famiglie può convergere, quest'ultimo, per fare in modo che il mercato dei capitali rimanga in equilibrio, deve aumentare proporzionalmente. In caso contrario, infatti, il tasso di interesse che i titoli rimborsano ai risparmiatori aumenterà e, con esso, anche il costo del finanziamento degli investimenti privati.

Seguirà, pertanto, una crisi finanziaria delle imprese che diverrà presto, a causa della riduzione degli investimenti e al crollo del PIL, una crisi economica. È dunque indispensabile presupporre l'esistenza di una limitazione all'emissione di debito pubblico, sebbene sia molto difficile, se non impossibile, determinarne l'entità ottimale.

Le conclusioni raggiunte consentono di affermare che un giorno avrà luogo il risanamento della finanza pubblica da parte del governo, sulla base di due possibili opzioni:

- attuare una politica fiscale espansiva, cioè aumentare le imposte o ridurre la spesa pubblica, concorrendo però, nei casi in cui il debito accumulato è molto alto, a rallentare la crescita e inducendo una vera e propria recessione.

- avviare una politica monetaria espansiva, emettendo moneta.

Analizziamo le conseguenze di quest'ultima decisione per capire se è conveniente adottarla o meno. Per farlo, ci serviremo dell'equazione su cui poggia la moderna teoria quantitativa della moneta, nota come equazione degli scambi: $M \times V = P \times Y$, dove:

- M rappresenta la quantità di moneta disponibile in un'economia;
- V esprime la velocità con cui un'unità monetaria circola da un soggetto all'altro in un dato arco temporale;
- P indica il livello generale dei prezzi;
- Y il complesso degli scambi.

La spesa totale in termini nominali ($M \times V$) sarà uguale al valore nominale di tutti i beni scambiati in una data economia ($P \times Y$). Assunta costante la velocità di circolazione della moneta, se M aumenta, si ha un incremento del termine di sinistra dell'equazione, cui dovrà corrispondere una crescita del termine di destra della stessa entità. Posto che la quantità di moneta non influenza la quantità degli scambi (che si presumono uguali alla quantità prodotta all'interno di quell'economia), essa rimarrà costante e ad aumentare sarà il livello dei prezzi. Tale mezzo di finanziamento è noto come signoraggio. La riduzione del valore degli stock monetari in termini di potere d'acquisto, causata dall'inflazione, prende il nome di *imposta da inflazione*.

Ritorniamo ora al nostro caso. Se i titoli del debito pubblico vengono emessi alla pari, cioè al loro valore nominale, l'imposta da inflazione riduce non solo il valore reale della moneta in circolazione, ma anche il valore reale di tutte le attività finanziarie emesse in termini nominali, quindi anche il debito pubblico (non indicizzato all'inflazione).

Tale circolo produce degli effetti a cascata sulle aspettative di famiglie e imprese che, per la sola esistenza di un debito pubblico alto e crescente in rapporto al PIL, prevedendo il risanamento della finanza pubblica con emissione di moneta, formulano aspettative di maggiore inflazione futura. Queste ultime, a loro volta, influenzano i prezzi negoziati per lo scambio di beni e servizi (lavoro incluso) anche prima che operi effettivamente il meccanismo del signoraggio.

La Banca Centrale, a questo punto, a meno di accettare un tasso di inflazione più elevato, può imporre una restrizione creditizia (aumentando i tassi di interesse e riducendo l'emissione di base monetaria) e correggere così le aspettative inflazionistiche. Tuttavia la restrizione monetaria, generando un aumento dei tassi d'interesse, provoca una riduzione dell'accesso al credito per le imprese, un conseguente decremento degli investimenti produttivi, del PIL e

dell'occupazione, senza contare poi l'incremento della spesa pubblica per interessi, che accresce direttamente le aspettative di inflazione, rendendo vana la scelta della Banca Centrale di operare la restrizione monetaria.

Per evitare che una situazione di instabilità macroeconomica (effetti negativi sulla produzione e precarietà monetaria) prenda il sopravvento, è necessario che le politiche di bilancio subiscano delle limitazioni dovute all'imposizione di regole fiscali.

1.2 Necessità di integrazione tra politica fiscale e monetaria: il caso dell'Eurozona

Guardando all'Unione Monetaria Europea (UME), è stato evidente sin dalla stesura del Trattato di Maastricht che sarebbe stata necessaria una conciliazione tra le politiche monetaria e fiscale.

I parametri che sono stati definiti in quell'occasione e, in particolare, i criteri di convergenza che i Paesi aderenti hanno dovuto rispettare, concorrono tutti a definire un'alta credibilità dell'Euro, che così è al sicuro da effetti di politiche economiche irragionevoli:

- Il tasso d'inflazione non deve superare di più dell'1,5% la media dei tre tassi d'inflazione più bassi del Sistema Monetario Europeo;
- Il tasso di interesse a lungo termine non deve superare di più del 2% la media osservata nei tre paesi a bassa inflazione;
- Il tasso di cambio non deve aver subito una svalutazione nei due anni precedenti;
- Il disavanzo di bilancio pubblico del paese non deve superare il 3% del PIL;
- Il debito pubblico non deve essere superiore al 60% del prodotto interno lordo.

Imporre tali vincoli ha significato anche arginare i comportamenti opportunistici dei paesi dell'Eurozona che, essendo relativamente ininfluenti rispetto alla totalità, potrebbero sentirsi legittimati a condurre politiche poco responsabili e contrarie al principio della stabilità macroeconomica.

Tuttavia, l'esperienza dell'Eurozona nella fase successiva all'inizio della Grande Recessione e nella fase acuta della crisi di finanza pubblica di alcuni paesi (in particolare, Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna), tra il 2010 e il 2012, ha messo in luce, proprio in merito a quanto detto poc'anzi, i limiti dell'UME.

Facciamo un passo indietro. All'alba della creazione dell'Unione Monetaria, si stava completando il processo di integrazione finanziaria e le banche, sfruttando l'elevato indice di indebitamento, arrivarono a detenere quantità di assets molto consistenti rispetto al PIL dei Paesi. La crescita del credito al settore privato, verificatasi nel periodo antecedente la crisi, non è stata regolata da alcuna misura di politica fiscale o monetaria.

La dichiarazione di bancarotta di Lehman Brothers Holdings Inc. fu il punto di svolta. Lo shock che seguì colpì in particolar modo i Paesi periferici che avevano maggiormente usufruito del credito e videro scoppiare le bolle immobiliari. L'insolvenza delle banche minacciò la stessa solvibilità degli Stati sovrani, colpiti da tale shock in misura proporzionale alla loro esposizione ai titoli tossici e alla dimensione degli istituti di credito coinvolti. Tutti gli Stati riconobbero di dover adottare delle misure straordinarie per superare lo shock, ma ognuno ne implementò una differente, accentuando così l'asimmetria distributiva delle conseguenze.

Essenziale è stata l'assunzione, avvenuta non senza contrasti e tensioni, di provvedimenti in favore degli Stati in difficoltà; alcuni di essi, fra cui l'Italia, pur non avendo fruito di aiuti finanziari nel corso degli anni, sono stati soggetti ad un controllo meticoloso che ha finito con l'accrescere le difficoltà e contrastare la ripresa. La maggior parte dello shock veniva finanziato dai Paesi debitori (fenomeno che costituiva un esempio di moral hazard), i quali entrarono in un processo di aggiustamento deflazionario, sperimentando un alto tasso di disoccupazione (superiore al 15%), dal momento che tutti gli Stati, compresi quelli che avevano accesso al mercato finanziario, misero in atto politiche fiscali restrittive.

Affrontare sfide come questa non è possibile per un'unione monetaria che non abbia un quadro di politica macroeconomica in cui politiche di bilancio e monetaria siano strettamente integrate. Fino ad oggi la realizzazione di questo scenario è stata ostacolata dallo scetticismo politico circa l'introduzione di un vero bilancio pubblico comune dei paesi dell'Eurozona, con cui superare le crisi macroeconomiche relative ai singoli paesi e all'intera area monetaria europea.

Quando si parla di insufficienza di regole fiscali e monetarie europee si fa riferimento in particolare all'inadeguatezza del vincolo che impedisce alla BCE di acquistare titoli di Stato dei paesi membri durante una fase di grande rischio di deflazione.

Difatti l'articolo 104 del trattato di Maastricht (1992), istitutivo dell'Unione europea, recita così:

“È vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della BCE o da parte delle Banche centrali degli Stati membri (Banche centrali nazionali), a istituzioni

o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle Banche centrali nazionali”.

La forte necessità di agire in risposta alla crisi per contrastare il rischio di restrizione creditizia e, quindi, di deflazione, ha reso inevitabile aggirare questa regola. Con il Quantitative Easing (e, come si approfondirà in seguito, con altre manovre precedenti), infatti, la Banca centrale europea acquista i titoli obbligazionari contenuti nei bilanci delle banche commerciali, con il risultato che il prezzo dei titoli sale e si crea moneta nel sistema bancario. Di conseguenza, molti tassi di interesse diminuiscono, i prestiti diventano meno costosi e cittadini e imprese possono contrarne in maggior quantità e spendere meno per rimborsarli. L'effetto che ne deriva è una ripresa dei consumi e degli investimenti che sostiene la crescita economica e la creazione di posti di lavoro.

Di seguito, si ripercorreranno nel dettaglio tutte le fasi del programma tanto atteso quanto innovativo sopra introdotto.

2. La struttura del programma ampliato di acquisto di attività

*“Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, abbiamo condotto un attento riesame delle prospettive per l'andamento dei prezzi e dello stimolo monetario conseguito. Il Consiglio direttivo ha deciso di avviare un **programma ampliato di acquisto di attività**, comprendente i programmi già in essere per l'acquisto di obbligazioni garantite e titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione”.*

Esordisce così Mario Draghi, presidente della Banca centrale europea, nella dichiarazione introduttiva alla conferenza stampa del 22 gennaio 2015, annunciando l'espansione dei programmi di acquisto in corso per titoli garantiti da attività (ABSPP) e obbligazioni garantite (CBPP3), per giungere ad un ammontare totale di 60 miliardi di euro di acquisti mensili combinati di titoli del settore pubblico e privato. E ancora prosegue:

“In merito agli acquisti di attività aggiuntive, il Consiglio direttivo manterrà il controllo su tutte le caratteristiche del programma e la BCE coordinerà gli acquisti, salvaguardando l'unicità della politica monetaria dell'Eurosistema. Quest'ultimo ricorrerà all'attuazione decentrata per attivare le proprie risorse. Quanto alla ripartizione di ipotetiche perdite, il Consiglio direttivo ha deciso che gli acquisti di titoli di istituzioni europee – che ammonteranno al 12 % degli acquisti di attività aggiuntive e verranno effettuati dalle BCN – saranno soggetti alla ripartizione delle perdite. I restanti acquisti aggiuntivi da parte delle BCN non verranno invece sottoposti a tale regime. La BCE deterrà l'8 % delle attività aggiuntive acquistate. Ne consegue che il 20 % degli acquisti aggiuntivi sarà soggetto a un regime di ripartizione del rischio”.

Gli acquisti di titoli di istituzioni europee, quindi, costituiscono il 12% del totale degli acquisti aggiuntivi e i restanti, relativi principalmente a obbligazioni emesse da Amministrazioni Centrali dei paesi membri dell'area Euro, saranno ripartiti tra gli Stati membri in base alle quote di partecipazione delle Banche Centrali Nazionali (BCN) al capitale della BCE.

Con l'avvio dell'Expanded Asset Purchase Programme (APP), inoltre, la BCE ha intensificato l'attività di prestito titoli (*securities lending*). In particolare, i titoli acquistati nell'ambito del programma di acquisto del settore pubblico (PSPP) sono stati resi disponibili per il prestito di titoli in maniera decentralizzata dalle banche centrali dell'Eurosistema dal 2 aprile 2015. Diverse banche centrali dell'Eurosistema rendono disponibili per il prestito di titoli le loro partecipazioni nell'ambito dei tre programmi di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP, CBPP2 e CBPP3). A partire dal 18 luglio 2016, anche le partecipazioni nell'ambito del programma di acquisto del settore societario (CSPP) sono state messe a disposizione per il prestito di titoli da parte delle banche centrali nazionali d'acquisto (Banque nationale de Belgique, Deutsche Bundesbank, Banco de España, etc.).

In un'operazione di prestito titoli il proprietario di obbligazioni o azioni trasferisce temporaneamente la proprietà di queste attività finanziarie a un mutuatario, il quale in cambio fornisce a garanzia altre obbligazioni, azioni o contante al prestatore e paga una commissione. L'obiettivo di tali operazioni è quello di contribuire al regolare funzionamento dei mercati finanziari. Infatti quando una banca centrale acquista titoli su vasta scala, come è avvenuto con il programma ampliato di acquisto di attività, è probabile che la loro disponibilità sul mercato si riduca gradualmente: prestando al mercato i titoli detenuti, la BCE fa in modo che continuino ad essere utilizzati da altri operatori finanziari. Questo procedimento è conveniente poiché a volte occorre un titolo solo per un limitato periodo di tempo, un giorno o qualche settimana per cui risulta meno costoso, più rapido e/o meno rischioso prenderlo a prestito anziché acquistarlo in via definitiva.

2.1 La trasmissione degli effetti del programma all'economia reale

I meccanismi attraverso i quali opera il Quantitative Easing sono molteplici: se da una parte, attraverso l'acquisto di attività finanziarie si verifica un'espansione della base monetaria, dall'altra si deve constatare l'esistenza di altri canali, non legati direttamente all'immissione di riserve o all'espansione del bilancio della Banca Centrale, bensì ai cambiamenti nella composizione del bilancio del settore privato e all'effetto sulle aspettative e sulla fiducia degli agenti economici.

Nell'analisi che segue verranno illustrati gli effetti che l'operazione prima annunciata ha innescato, distinguendo tra i diversi canali coinvolti.

Gli effetti diretti riguardano:

- Rendimenti delle attività finanziarie oggetto del programma. Al tempo t , il rendimento di un titolo con scadenza al tempo $t+n$, può essere scomposto:
 1. in una componente priva di rischio. Essa è espressa come la media dei tassi a breve termine privi di rischio attuali e attesi, determinati dalle decisioni di politica monetaria e dalla presenza o meno di riserve in eccesso nell'economia. Nel momento in cui la BCE, attraverso il programma, segnala l'intenzione di mantenere le condizioni monetarie accomodanti per un certo arco temporale, i tassi attesi del mercato monetario si abbassano e, con essi, anche la componente priva di rischio dei rendimenti delle attività finanziarie acquistate.
 2. in una componente di premio per il rischio. Questa, a sua volta, include il premio a termine, il premio per la liquidità e quello per il rischio di credito. Gli investitori, visto

che preferiscono investire in attività finanziarie a medio-lungo termine, caratterizzate da basso rischio ed emesse nel paese in cui risiedono, una volta che, con l'acquisto di tali attività da parte della BCE, la quantità disponibile si riduce, essi sono disposti anche ad ottenere un rendimento più basso per averle. Un programma di questo genere, dunque, può determinare una riduzione del premio per la liquidità e del premio a termine.

- Tassi d'interesse sul mercato monetario. L'incremento di riserve della BCE fa sì che queste eccedano il fabbisogno di liquidità del sistema bancario.

Quando vige un regime di corridoio per i tassi di interesse ufficiali, la Banca centrale fissa tre tassi di interesse: quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, quello sui depositi overnight e quello a cui le banche possono chiedere liquidità overnight direttamente alla Banca Centrale (il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale). Se, in equilibrio di liquidità, i tassi del mercato monetario tendono verso il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale, in caso di eccesso di liquidità, come in un contesto di QE, i tassi del mercato monetario tendono ad abbassarsi verso il limite inferiore, costituito dal tasso sui depositi overnight.

- Aspettative di inflazione e clima di fiducia. Se l'annuncio della BCE viene considerato credibile, gli operatori economici si aspettano che l'obiettivo di stabilità dei prezzi verrà perseguito e, di conseguenza, ridimensionano le proprie aspettative di inflazione e agiscono con maggior fiducia.

Gli effetti indiretti, che seguono automaticamente quelli diretti, hanno intensità diverse a seconda del tipo di attività finanziarie e delle caratteristiche strutturali dell'economia e concernono:

1. i rendimenti di altre attività finanziarie. Per avere realmente un impatto sulle scelte di imprese e famiglie, il QE deve influenzare anche il prezzo di attività diverse da quelle direttamente acquistate dalla BCE. Con la variazione della componente priva di rischio e dei premi a termine delle attività acquistate, in effetti, si modifica anche il valore attuale dei flussi di cassa alla base del processo di determinazione del prezzo di attività finanziarie e reali.

2. i prestiti bancari. In primo luogo, poiché il tasso d'interesse medio applicato ai prestiti concessi dalle banche dipende dai tassi a medio e lungo termine per la quota di prestiti a tasso fisso e da quelli a breve per la quota a tasso variabile, una riduzione di entrambi i tassi causata dal programma determina un minore costo del credito per imprese e famiglie. In secondo luogo, a seguito dell'aumento di liquidità delle banche che hanno venduto i titoli alla Banca

Centrale, potrebbe crescere (conformemente al processo di aggiustamento dei bilanci delle banche in caso di crisi finanziaria) la quantità dell'offerta di credito a famiglie e imprese.

3. il tasso di cambio. Una riduzione dei tassi dell'economia domestica potrebbe indurre gli investitori in cerca di maggiori rendimenti a spostare all'estero i propri capitali e generare un deprezzamento del tasso cambio.

4. i saldi di finanza pubblica. La riduzione dei rendimenti dei titoli sovrani comporta minori costi del debito.

La spirale degli effetti innescati dalla manovra espansiva in questione culmina con la loro trasmissione all'economia reale, la cui entità dipende dalla risposta del settore bancario dell'Eurozona alla politica attuata e dal grado di miglioramento delle aspettative e della fiducia degli operatori economici.

Innanzitutto, la diminuzione del costo del finanziamento indirizza le scelte intertemporali di famiglie e imprese rispettivamente verso un maggiore consumo corrente (aumentando il debito o riducendo il risparmio) e una maggior quantità di investimenti, con l'effetto complessivo di aumentare la domanda aggregata.

Il deprezzamento del tasso di cambio, poi, rende i beni domestici relativamente più convenienti rispetto a quelli provenienti dall'estero, il che innesca un effetto espansivo sulla domanda interna e dall'estero verso tali beni.

Da non trascurare neanche l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e reali il quale, in misura proporzionale alla presenza di queste ultime nei portafogli dei vari detentori, incrementa la loro ricchezza e ha un effetto espansivo sulla domanda aggregata.

Pertanto, si può concludere che l'effetto complessivo su domanda, PIL e livello dei prezzi è direttamente proporzionale alla presa che il programma fa su imprese e famiglie in termini di fiducia e attese.

2.2 Implementazione, finalità e conseguenze dei singoli sottoprogrammi

L'elemento di novità della manovra espansiva poc'anzi introdotta consiste in acquisti di ulteriori titoli espressi in euro che soddisfano i seguenti criteri di ammissibilità:

1. Soddiscano i criteri di ammissibilità delle garanzie per le attività negoziabili al fine di partecipare alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema (come specificato

nell'indirizzo BCE/2011/14 e modificato, subordinatamente all'adempimento dei criteri aggiuntivi elencati nei punti 2-4 di seguito).

2. Sono emessi da un'entità situata nell'area dell'euro classificata in una delle seguenti categorie: amministrazione centrale, alcune agenzie stabilite nell'area dell'euro o talune istituzioni internazionali o sovranazionali situate nell'area dell'euro.

3. Hanno una valutazione del merito di credito da parte di un ente di valutazione del merito di credito di almeno CQS3 per l'emittente o il garante, a condizione che la garanzia sia ammissibile conformemente all'Indirizzo BCE/2011/14, come modificato. I titoli che non conseguono il rating CQS3 sono ammissibili, purché la soglia minima di qualità del credito dell'Eurosistema non sia applicata ai fini della loro ammissibilità alla garanzia. Inoltre, durante i riesami nel contesto di programmi di assistenza finanziaria per uno Stato membro dell'area dell'euro, l'ammissibilità è sospesa e riprende solo in caso di esito positivo del riesame.

4. I titoli indicizzati all'inflazione e quelli a tasso variabile emessi dalle amministrazioni centrali, alcune agenzie stabilite nell'area dell'euro e talune istituzioni internazionali o sovranazionali situate nell'area dell'euro sono idonei all'acquisto nell'ambito del suddetto programma.

Tali interventi hanno dunque ad oggetto obbligazioni con vita residua compresa tra 2 e 30 anni, inclusi i titoli di Stato indicizzati all'inflazione o a cedola variabile.

Altro requisito imposto con il tentativo di non distorcere il processo di formazione dei prezzi di mercato è che gli acquisti rispettino la soglia del 25% del valore della singola emissione e quella del 33% del debito emesso da ciascun governo nazionale dell'area dell'euro, agenzia pubblica situata nell'area dell'euro o istituzione europea. Il rispetto di entrambe le soglie è valutato tenendo conto delle consistenze complessive detenute dall'Eurosistema anche per finalità differenti da quelle di politica monetaria.

Sulla base dei requisiti appena descritti, si può illustrare la composizione complessiva del programma ampliato di acquisto di attività (PAA o APP, da "Asset Purchase Programme):

- Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3, da "Covered Bond Purchase Programme");
- Programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP, da "Asset-Backed Security Purchase Programme");
- Programma di acquisto del settore pubblico (PSPP, da "Public Sector Purchase Programme").

- Programma di acquisto del settore societario (CSPP, da “Corporate Sector Purchase Programme”).

2.2.1 Terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3)

Il 20 ottobre 2014 l'Eurosistema ha iniziato ad acquistare obbligazioni garantite nell'ambito di un terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3).

Terzo poiché, prima di esso, sono stati lanciati dalla Banca centrale europea ben due programmi di acquisto di obbligazioni garantite, entrambi ormai terminati ma considerati alla base del processo di implementazione dell'alleggerimento quantitativo nell'area Euro. Se è vero quindi che la manovra monetaria attuata prima in Giappone (2001) e poi negli Stati Uniti e in Inghilterra (entrambi 2008) in Europa ha trovato la sua completa realizzazione solo a partire dal 2015, è altresì innegabile che tentativi di avvicinamento a tale politica si siano manifestati già qualche anno prima.

È pertanto opportuno, per consentire una piena comprensione delle politiche ancora in atto, delineare i tratti salienti dei due programmi oramai conclusi.

Le decisioni della BCE in merito alla messa a punto del primo e del secondo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP1 e CBPP2) risalgono rispettivamente al 2 luglio 2009 e al 3 novembre 2011. Il suo Consiglio direttivo, considerando che (conformemente a quanto previsto dall'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC) le banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro (BCN) e la Banca centrale europea (BCE) hanno la facoltà di comprare e vendere a titolo definitivo strumenti negoziabili, ha stabilito che queste ultime potessero effettuare acquisti definitivi di obbligazioni garantite idonee, secondo le loro quote di spettanza.

I criteri di ammissibilità delle obbligazioni garantite sono analoghi per i due programmi: le obbligazioni devono essere denominate in euro, emesse da enti creditizi o altri soggetti aventi sede legale nell'area dell'euro ed ivi detenute e regolate.

Tra i requisiti addizionali, assume particolare rilevanza l'esistenza di un volume minimo di emissione per le obbligazioni da acquistare che, è pari, rispettivamente per i due programmi, a 500 e 300 milioni di euro.

Tale emissione, inoltre, deve avere un rating minimo di «AA» e «BB» rispettivamente per i due programmi o equivalente, attribuito da almeno una delle principali agenzie di rating.

Se l'emittente dell'obbligazione garantita è un soggetto (diverso da un ente creditizio) avente sede legale nell'area dell'euro, questi è tenuto a rispettare condizioni precise. In particolare deve emettere esclusivamente obbligazioni garantite, coperte, in misura soddisfacente per la banca centrale dell'Eurosistema in questione, da una garanzia rilasciata da un ente creditizio avente sede nell'area dell'euro o, alternativamente, da una di simile natura.

Il 30 giugno 2010, quando il CBPP1 si è concluso, erano state acquistate 422 obbligazioni differenti, di cui il 27% nel mercato primario e il 73% in quello secondario, per un importo nominale complessivo di 60 miliardi di euro, come previsto. Alcuni mercati nazionali hanno registrato un incremento significativo del numero di emittenti e degli importi in essere e i relativi mercati delle obbligazioni garantite hanno acquisito maggiore spessore e ampiezza. Le banche centrali dell'Eurosistema hanno acquistato prevalentemente titoli con scadenza compresa tra tre e sette anni e intendono detenerli fino a scadenza.

Il CBPP2 si è concluso, invece, il 31 ottobre 2012, quando ha raggiunto un importo nominale di 16,4 miliardi di euro. Anche in questo caso l'Eurosistema deterrà le attività acquistate fino a scadenza.

Nel momento in cui la Banca centrale europea (BCE) ha annunciato il suo terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) nel settembre 2014, il mercato è stato colto di sorpresa. E questo principalmente perché gli obiettivi di tale programma erano notevolmente diversi da quelli perseguiti dai suoi predecessori.

Mentre con il primo programma si è mirato a rafforzare il mercato delle obbligazioni garantite e con il secondo a supportare l'accesso alla liquidità delle banche, in questo caso nel mirino della BCE c'erano obiettivi macroeconomici più ampi (come offerta di credito, aspettative di inflazione ecc.), che certamente evidenziano maggiori maturità del mercato e rilevanza sistemica.

L'avvio del CBPP3 (20 Ottobre 2014) si colloca all'interno di un quadro di politica monetaria molto complesso. La debole ripresa manifestatasi nel 2013, infatti, non ha accelerato come previsto, la crescita monetaria è rimasta contenuta e il credito ha continuato a contrarsi, sebbene a ritmi sempre più bassi. In un contesto caratterizzato da scarse pressioni inflazionistiche interne, la considerevole diminuzione dei corsi petroliferi di metà 2014 ha determinato ulteriori consistenti cali dell'inflazione a fine anno. Su questo sfondo si è fatto strada il timore che l'inflazione permanesse su livelli bassi per un periodo di tempo troppo lungo, finendo per incidere anche sulle aspettative di inflazione a più lungo termine.

A questo punto l'esigenza di usare misure non convenzionali era ricollegabile sostanzialmente a due ragioni: innanzitutto l'efficacia della trasmissione della politica monetaria nell'area euro si era da qualche tempo ridotta, con ampie differenze tra paesi; in secondo luogo si era ristretto drasticamente lo spazio di manovra per l'utilizzo degli strumenti standard di politica monetaria, cioè i tassi di interesse nominali a breve termine, che si collocavano già su livelli prossimi al limite inferiore effettivo. In giugno e in settembre il margine ancora disponibile si è esaurito con la decisione del Consiglio direttivo di ridurre i tassi di interesse di riferimento al limite inferiore effettivo e introdurre un tasso di interesse negativo sui depositi presso la Banca Centrale.

Di fronte, dunque, alle modeste prospettive di inflazione e alle deboli dinamiche di crescita, l'Eurosistema ha adottato importanti misure aggiuntive di politica monetaria a partire da giugno 2014. Il pacchetto di misure introdotto nel 2014 comprendeva, oltre alla riduzione dei tassi di interesse di riferimento al limite inferiore effettivo e all'introduzione di una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), l'avvio di due programmi di acquisto di attività finanziarie del settore privato. I due programmi di acquisto di attività finanziarie del settore privato, ossia il nuovo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) e il Programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP), sono stati implementati in modo da consentire un intervento selettivo nei mercati ove la trasmissione alle condizioni di finanziamento del settore privato non finanziario dell'area dell'euro era elevata. Essi integrano pertanto le OMRLT nel fronteggiare la debolezza delle condizioni creditizie e migliorare la trasmissione della politica monetaria.

Nell'ambito degli acquisti nei mercati degli ABS e delle obbligazioni garantite, va constatato lo stretto legame tra i differenziali di tasso di interesse applicati alla negoziazione di tali strumenti e i tassi sui prestiti bancari sottostanti, in virtù del quale una riduzione dei primi attraverso l'effetto del prezzo dovrebbe trasmettersi ai secondi (effetto di trasmissione), migliorando le condizioni di credito e offrendo alle banche il margine di manovra necessario per erogare maggiori prestiti.

Gli interventi definitivi nel mercato delle obbligazioni garantite, inoltre, hanno rafforzato il canale di trasmissione basato sul riequilibrio dei portafogli: più in generale, l'espansione della liquidità risultante ha favorito la diversificazione dei profili di investimento e indotto un allentamento delle condizioni di finanziamento.

In merito agli aspetti tecnici, la BCE, con Decisione del 15 ottobre 2014 (BCE/2014/40) pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 22 novembre 2014, ha espresso i

criteri di identificazione degli strumenti obbligazionari idonei (I) e delle controparti ammissibili (II):

I. Le obbligazioni garantite sono considerate idonee se, in aggiunta ai criteri già rispettati per i programmi precedenti (CBPP1 e CBPP2), siano soddisfatte ulteriori condizioni. Tra queste menzioniamo in particolare la valutazione della qualità creditizia, che dovrà essere di grado minimo 3 (pari ad un rating «BBB-» o equivalente emesso da una ECAI accettata nell'ambito dell'Eurosistema) e quelle del limite del 70% dell'emissione per quanto riguarda la quota complessiva detenuta dalle banche centrali dell'Eurosistema (nell'ambito di tutti i programmi di acquisto di obbligazioni garantite e con riferimento ad ogni singolo codice ISIN, *International Security Identification Number*).

L'identificazione delle controparti ammissibili, sia per operazioni definitive che per operazioni di concessione di titoli in prestito che riguardano obbligazioni garantite detenute nei portafogli CBPP3 dell'Eurosistema, è coerente con quanto già delineato nella decisione BCE/2011/14 (p.11-13) con riferimento alle controparti interne partecipanti alle operazioni di politica monetaria e considera ammissibile anche ogni altra controparte che sia utilizzata dalle banche centrali dell'Eurosistema per l'investimento dei propri portafogli di investimento in euro (comprese quelle non appartenenti all'area euro che sono attive nelle obbligazioni garantite).

Sono stati effettuati acquisti in un'ampia varietà di paesi in linea con gli importi obiettivo da parte dall'intero Eurosistema, anche se in alcuni casi, per ragioni di efficienza, si è optato per una maggiore specializzazione. Gli acquisti sono avvenuti nei mercati sia primario che secondario e, come è stato per il CBPP e il CBPP2, i titoli nel portafoglio CBPP3 sono disponibili per operazioni di prestito titoli.

L'impatto concreto dei due programmi sui rispettivi mercati si è osservato con maggiore evidenza immediatamente dopo l'annuncio del 4 settembre e la pubblicazione dei dettagli operativi il 2 ottobre: i differenziali di rendimento si sono assorbiti in misura significativa, specialmente nel caso dei titoli emessi nei paesi sottoposti a maggiori tensioni. In corrispondenza dell'avvio effettivo degli acquisti si è osservato un ulteriore calo dei differenziali, che in seguito si sono tuttavia mantenuti relativamente stabili. I livelli relativamente più contenuti dei differenziali hanno portato verso la fine del 2014 a un lieve indebolimento della domanda di obbligazioni garantite da parte degli investitori, che ha indotto a sua volta un leggero aumento dei differenziali.

Tuttavia, agli inizi di gennaio 2015 il Consiglio direttivo ha condotto un attento riesame delle prospettive di evoluzione dei prezzi e dello stimolo monetario prodotto dalle misure

attuata a partire dalla metà del 2014 e ha ritenuto l'impatto quantitativo di queste misure sul bilancio dell'Eurosistema, e quindi sull'orientamento di politica monetaria, insufficiente a garantire il ritorno dell'inflazione su livelli più prossimi al 2% nel medio periodo. A fronte di questo scenario, era evidentemente necessario un intervento più consistente di politica monetaria.

2.2.2 Programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP)

Il programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP) è iniziato il 21 novembre 2014: l'Eurosistema ha cominciato ad acquistare titoli garantiti da attività (asset backed securities, ABS) semplici e trasparenti emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di attività nei confronti del settore privato non finanziario dell'area dell'euro.

Sulla base della decisione del Consiglio direttivo del 4 Settembre 2014, si ricava che le tranche senior e mezzanine garantite dei titoli coinvolti nel programma, che sono state acquistate sia nei mercati primari che secondari, per essere incluse, dovevano:

- essere ammissibili nell'ambito del quadro di garanzie per le operazioni di credito dell'Eurosistema;
- essere denominate in euro e avere sede dell'emittente all'interno dell'Eurozona;
- essere garantite da crediti nei confronti di entità non finanziarie del settore privato con sede nell'area dell'euro di cui una quota minima del 95% è denominata in euro e ha sede nell'Eurozona;
- avere una valutazione del merito di credito di almeno CQS3, attualmente equivalente a un rating ECAI di BBB- / Baa3 / BBB1, con deroghe, subordinate al rispetto di ulteriori requisiti, per gli ABS garantiti da crediti nei confronti di entità del settore privato non finanziario residenti in Grecia o Cipro che non possono ottenere una valutazione del merito di credito di CQS3.

Per questi ultimi, inoltre, è stato stabilito, da parte dell'Eurosistema, un limite di quota di emissione corrispondente al 30% per ISIN, quando per tutti gli altri ABS è risultato pari al 70%.

A partire dal 1° aprile 2017 gli acquisti nell'ambito dell'ABSPP sono condotti esclusivamente attraverso banche centrali nazionali che fungono da gestori patrimoniali interni (Banque Nationale de Belgique, Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de

France, Banca d'Italia e De Nederlandsche), a ciascuna delle quali è stato assegnato un segmento specifico del mercato ABS dell'area Euro.

L'ABSPP aiuta le banche a diversificare le fonti di finanziamento e stimola l'emissione di nuovi titoli.

Nell'operazione di cartolarizzazione, infatti, gli asset o crediti vengono ceduti a una cosiddetta società-veicolo (Special Purpose Vehicle, SPV), società cessionaria, la quale versa al cedente il corrispettivo economico ottenuto attraverso l'emissione e il collocamento di titoli obbligazionari rappresentativi dei suddetti asset o crediti tra gli investitori, che verranno rimborsati dalla società con quanto ricavato dal recupero dei crediti acquistati dalla banca.

Gli acquisti di ABS (come quelli di obbligazioni garantite) sono una misura di allentamento creditizio che si rivolge a segmenti di mercato strettamente collegati alle condizioni di finanziamento del settore privato non finanziario. In questo caso, però, il collegamento è indiretto, dal momento che l'operato della Banca centrale influisce sui prezzi di mercato delle attività che a loro volta incidono sul prezzo del credito sottostante. Quando, infatti, la domanda fa salire i prezzi di tali attività, le banche reagiscono agli incentivi di mercato creando più titoli negoziabili e quindi più prestiti da stanziare come garanzia: il volume del credito aumenta e il suo prezzo per i prestatori finali si riduce. Inoltre, poiché questi interventi sono stati finanziati mediante la creazione di riserve di Banca Centrale, la liquidità generata ha avuto ricadute positive sugli altri mercati e titoli.

Nel gennaio 2015, il Consiglio direttivo ha concluso che lo stimolo monetario provocato dalle misure adottate fra giugno e settembre 2014 era insufficiente. Infatti, sebbene queste abbiano considerevolmente ridotto i costi di indebitamento del settore privato, l'ammontare complessivo di liquidità immessa nel circuito economico è stato inferiore alle previsioni e non ha ampliato abbastanza la dimensione del bilancio dell'Eurosistema. Il ritorno delle aspettative d'inflazione a valori prossimi al 2% si registrava soltanto su orizzonti molto lunghi. Ferma l'impossibilità di ridurre ulteriormente i tassi ufficiali, il Consiglio ha così deciso di ampliare la dimensione del programma di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria, includendovi anche quelli pubblici.

Questo poiché un programma di acquisti diretti di titoli è efficace se ha ad oggetto attività finanziarie disponibili in quantità tali da assicurare un'adeguata espansione del bilancio della Banca Centrale e i cui rendimenti possano influenzare le condizioni dell'economia reale. Nell'area dell'euro, solo i titoli pubblici rispondono a questi requisiti.

2.2.3 Programma di acquisto del settore pubblico (PSPP)

Il 9 marzo 2015 l'Eurosistema ha iniziato a comprare titoli del settore pubblico nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (PSPP).

Come prima accennato, tale decisione è stata presa tenendo conto di una serie di fattori che hanno rischiato di pregiudicare il raggiungimento dell'obiettivo principale di stabilità dei prezzi, tra cui: lo stimolo monetario derivante dalle misure di politica monetaria adottate che è risultato inferiore alle attese; la tendenza al raggiungimento dei minimi storici nella maggior parte degli indicatori relativi all'inflazione effettiva e a quella attesa nell'area dell'euro; la possibilità di effetti di secondo impatto sul processo di formazione di salari e prezzi, derivanti da un significativo declino dei prezzi del petrolio.

Al fine di assicurare l'efficacia del PSPP, l'Eurosistema ha dichiarato di accettare lo stesso trattamento (*pari passu*) riservato agli investitori privati relativamente ai titoli di debito negoziabili che l'Eurosistema può acquistare nell'ambito del PSPP, in conformità alle condizioni previste da tali strumenti. Gli acquisti sono stati effettuati in maniera decentrata, tenendo conto della formazione del prezzo di mercato e degli aspetti relativi al funzionamento di esso, e sono stati coordinati dalla BCE, salvaguardando in questo modo l'unicità della politica monetaria dell'Eurosistema.

In particolare, per garantire la formazione di un prezzo di mercato per i titoli ritenuti idonei, il Consiglio direttivo, tramite la decisione 2015/774 del 4 Marzo 2015, ha impedito

“acquisti di titoli di nuova emissione o emessi in via continuativa (tapped security) e di strumenti di debito negoziabili con una scadenza residua che si collochino in prossimità, prima o dopo, della scadenza degli strumenti di debito negoziabili da emettere, per un periodo determinato dal Consiglio direttivo («periodo di black-out»)”.

Per i titoli di debito emessi o integralmente garantiti dalle amministrazioni centrali di Stati membri dell'area euro che siano soggetti ad un programma di assistenza finanziaria, il periodo di acquisti a seguito di un esito positivo di ciascun riesame del programma è limitato, di norma, a due mesi, salvo che circostanze eccezionali giustifichino una sospensione o una prosecuzione degli acquisti rispettivamente prima e dopo tale periodo, e fino all'avvio del successivo riesame.

Per quanto riguarda i limiti all'acquisto, esiste un vincolo relativo alla quota-parte di un'emissione, in base al numero internazionale di identificazione dei titoli (codice ISIN), per i titoli di debito negoziabili ritenuti idonei, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema. Il limite è stato inizialmente fissato al 25% per i primi sei mesi di acquisti ed è stato successivamente rivisto dal Consiglio direttivo.

Il limite complessivo che si applica alla totalità dei titoli idonei è pari al 33% dei titoli in circolazione di un emittente, dopo aver sommato le quote detenute in tutti i portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema.

In merito all'allocazione dei portafogli, i titoli coinvolti nel PSPP sono per il 90% (88% fino a marzo 2016) titoli di Stato Centrale nominali e indicizzati all'inflazione e obbligazioni emesse da agenzie riconosciute, governi regionali e locali, e per il 10% titoli emessi da organizzazioni internazionali e banche multilaterali di sviluppo, il cui acquisto è effettuato esclusivamente dalle BCN (12% fino a marzo 2016).

La quota riferita alle BCN del valore totale di mercato degli acquisti di titoli di debito negoziabili idonei nell'ambito del PSPP è pari al 92%, e il restante 8% è acquistato dalla BCE. Nella conduzione degli acquisti si segue un criterio di specializzazione (con eventuali deroghe in virtù di considerazioni oggettive): ciascuna BCN, la cui quota di acquisti è determinata dallo schema di capitale della BCE, è il primario acquirente sul mercato secondario del proprio paese, mentre la BCE acquista titoli di ogni giurisdizione. Le BCN hanno una certa flessibilità all'interno del mercato nazionale nella scelta tra acquisti di titoli del governo centrale, titoli di governi regionali e alcune agenzie stabilite nella rispettiva giurisdizione. Le operazioni sono effettuate con controparti abilitate a partecipare alle operazioni di politica monetaria e con quelle utilizzate dall'Eurosistema per gli investimenti di portafoglio in attività finanziarie denominate in euro.

Gli strumenti di debito negoziabili acquistati nell'ambito del PSPP, come detto a inizio capitolo, sono stati resi disponibili per il prestito di titoli, attuato in modo decentralizzato.

Per garantire la trasparenza necessaria, da parte dell'Eurosistema vengono resi pubblici sul sito della BCE con cadenza settimanale il valore contabile complessivo dei titoli detenuti nell'ambito del PSPP, nella nota alla propria situazione contabile consolidata settimanale e con cadenza mensile la scadenza residua media ponderata, per residenza dell'emittente, delle proprie disponibilità, distinguendo le organizzazioni internazionali e le banche multilaterali di sviluppo dagli altri emittenti.

Tre BCN dell'Eurosistema (Banque de France, De Nederlandsche Bank e Lietuvos Bankas) hanno condotto, tra ottobre 2015 e dicembre 2015, nell'ambito del programma, aste inverse di prova che hanno coinvolto una piccola parte del totale mensile acquisti e si sono svolte parallelamente a acquisti bilaterali regolari. Nel complesso, l'adozione di tale meccanismo ha avuto conseguenze positive: le aste al ribasso hanno infatti generato una partecipazione adeguata e hanno portato a prezzi competitivi.

Sulla base della sua valutazione dei risultati al termine del periodo di prova, l'Eurosistema conclude che le aste inverse possono essere un utile metodo di acquisto complementare in segmenti di mercato meno liquidi. Pertanto, il Consiglio direttivo ha approvato un uso regolare delle aste al ribasso da parte di alcune BCN nell'ambito del PSPP a complemento dell'approccio all'acquisto bilaterale in alcuni specifici segmenti di mercato.

2.2.4 Programma di acquisto del settore societario (CSPP)

L'Eurosistema ha iniziato ad acquistare obbligazioni nell'ambito del programma di acquisto del settore societario (CSPP) l'8 giugno 2016, a seguito della riunione del Consiglio direttivo del 10 Marzo che ne ha dato l'approvazione. Nella riunione del 26 ottobre 2017, durante la quale sono state ricalibrate le misure relative al PAA, il Consiglio direttivo ha manifestato l'intenzione di prorogare gli acquisti fino alla fine di settembre 2018, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontrerà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dell'inflazione coerente con il ritorno alla stabilità dei prezzi. Ha, inoltre, annunciato che il volume degli acquisti eseguiti nell'ambito dei tre programmi di acquisto del settore privato (l'ABSPP, il CBPP e il CSPP) rimarrà considerevole. Il valore contabile dei titoli detenuti dall'Eurosistema nel quadro del CSPP ammonta attualmente a circa 150 miliardi di euro, pari al 6% dell'intero PAA.

Nell'ambito del CSPP, gli acquisti, che hanno ad oggetto titoli emessi da società non bancarie (SNF e compagnie di assicurazione) aventi sede nell'area dell'euro, vengono effettuati nei mercati primari e secondari da sei banche centrali nazionali (Banco de España, Banca d'Italia, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique e Suomen Pankki / Finlands Bank) che operano, sotto il coordinamento della BCE, per conto dell'Eurosistema. Per risultare idonei all'acquisto, i titoli devono essere stanziabili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema: per questo motivo devono raggiungere una valutazione della qualità creditizia, secondo la regola del first-best, di grado minimo 3 (investment grade) rilasciata da un'istituzione esterna specializzata nell'ambito del quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia.

Inoltre i titoli devono:

- essere denominati in euro;
- avere una vita residua compresa fra sei mesi e 30 anni al momento del loro acquisto;

- essere emessi da una società avente sede legale nell'area dell'euro;
- non essere stati collocati da enti creditizi.

Sono consentiti anche acquisti di strumenti di debito idonei con rendimento a scadenza negativo, purché tale rendimento al momento dell'acquisto risulti superiore al tasso applicato ai depositi presso la Banca Centrale. L'Eurosistema applica un limite alla quota detenuta per ciascun titolo pari al 70% dell'emissione.

Il mercato delle obbligazioni private risulta meno liquido rispetto a quello dei titoli pubblici poiché le emissioni societarie hanno un ammontare molto inferiore rispetto a quello della maggior parte dei titoli di Stato, il mercato è dominato dagli investitori di lungo periodo e le banche tendono a non svolgere il ruolo di market-maker. Pertanto nell'ambito del CSPP la maggioranza delle operazioni ha volume inferiore a 10 milioni di euro e gli importi per operazione sono generalmente superiori nel mercato primario rispetto a quello secondario. Per sostenere la liquidità del mercato, dal 18 luglio 2016 l'Eurosistema ha reso i titoli acquistati nell'ambito del CSPP disponibili per il prestito attraverso le banche centrali nazionali che effettuano gli acquisti.

Mediamente le operazioni nel quadro del CSPP sono comparabili a livello dimensionale a quelle che rientrano nel terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) e inferiori a quelle effettuate nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP).

A seguito dell'annuncio del CSPP si è verificato un calo dei differenziali non solo delle obbligazioni idonee ai fini del CSPP, ma anche delle obbligazioni societarie non idonee all'acquisto nel quadro del medesimo programma a causa degli effetti di propagazione del CSPP o, più in generale, del PAA e delle altre misure di politica monetaria. La riduzione dei rendimenti e dei differenziali delle obbligazioni acquistate dall'Eurosistema ha indotto gli investitori a riequilibrare i portafogli verso attività con simili caratteristiche di rischio e maggiormente remunerative.

In particolare, l'analisi econometrica evidenzia come l'annuncio del CSPP spieghi buona parte del calo dei differenziali di rendimento registratosi sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro a marzo 2016. Le evidenze empiriche infatti suggeriscono che, rispetto al periodo precedente al CSPP e compreso tra il 1° aprile 2015 e il 9 marzo 2016, il programma ha comportato nel periodo successivo, ossia tra il 10 marzo 2016 e fine dicembre 2017, un calo medio dei differenziali sulle obbligazioni societarie pari a 25 punti base per le obbligazioni

idonee, a 10 punti base per quelle non idonee di tipo investment grade e a 20 punti base per tutte le obbligazioni non idonee.

Il CSPP sembra aver contribuito al miglioramento delle condizioni di offerta sui mercati primari delle obbligazioni societarie, in particolare per gli emittenti idonei. Dopo l'annuncio del CSPP a marzo 2016, le emissioni nette da parte delle SNF (Società Non Finanziarie), in particolare quelle con sede in Francia, nei Paesi Bassi e, in misura minore, in Italia, hanno immediatamente registrato un aumento. Per contro, le banche le cui obbligazioni non sono idonee all'acquisto nel quadro del CSPP e che, a differenza delle SNF, hanno accesso alle OMRLT (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine), hanno ridotto le proprie attività di raccolta mediante l'emissione di obbligazioni.

L'aumento delle emissioni obbligazionarie delle SNF suggerisce uno spostamento di alcune aziende dal finanziamento di tipo bancario a quello mediante il ricorso ai mercati: subito dopo l'annuncio, in effetti, le emissioni nette di obbligazioni da parte del settore delle SNF sono complessivamente aumentate rispetto al flusso netto di prestiti erogati alle SNF dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), anche se, a livello aggregato, il flusso dei prestiti bancari non ha subito forti ricadute negative.

L'Eurosistema, nel perseguire la finalità di incrementare, attraverso il programma, il credito all'economia reale, cerca di mantenere la neutralità rispetto al mercato delle obbligazioni societarie, evitando il più possibile distorsioni che potrebbero indurre effetti negativi sul suo funzionamento. Perseguire questo obiettivo significa calibrare i parametri del programma (ammontare complessivo degli acquisti, quota di partecipazione nei mercati primario e secondario, distribuzione tra i diversi paesi, settori o aziende, nonché quadro generale di gestione dei rischi) in modo da adeguarli alle condizioni di mercato.

Tale possibilità di adattamento consente un'attuazione flessibile del programma in risposta al variare delle condizioni del mercato, incluse le diverse emissioni e attività sul mercato secondario. Sulla base degli andamenti delle emissioni sul mercato primario e delle condizioni di liquidità su quello secondario viene pianificato il volume di acquisti mensili da effettuare nel quadro del CSPP. In caso di scostamento tra previsioni ed effettiva realizzazione, come spesso finora è avvenuto nella pratica, gli acquisti relativi al CSPP vengono ridotti o incrementati.

Per operare l'adeguamento, è possibile sfruttare anche la flessibilità della suddivisione del CSPP tra acquisti sui mercati primario e secondario. Non avendo l'Eurosistema un obiettivo prestabilito di spartizione dei volumi complessivi di acquisto tra i mercati primario e

secondario, gli è concesso adeguarsi al mutamento delle condizioni di emissione sul mercato primario e a quelle di liquidità sul mercato secondario, che possono rivelarsi imprevedibili.

In merito all'impatto che il CSPP esercita sulla liquidità del mercato, è difficile trarre delle conclusioni poiché non è agevole quantificarla mediante una semplice statistica, ma è necessario l'ausilio di diversi indicatori quantitativi. Innanzitutto, definiamo liquidi i mercati nei quali un operatore può effettuare una transazione senza generare impatti consistenti sui prezzi. Considerando le singole operazioni, si osserva che l'impatto di breve termine delle negoziazioni avvenute nel quadro del CSPP sul mercato è stato contenuto. Uno studio di evento incentrato sulle operazioni più consistenti nell'ambito del CSPP conferma che, mentre globalmente il programma potrebbe aver contribuito alla generale compressione dei differenziali sui mercati delle obbligazioni societarie, le singole operazioni avrebbero lasciato inalterato il processo di formazione dei prezzi di specifici titoli.

L'evoluzione dell'entità media delle operazioni condotte suggerisce inoltre il permanere su livelli adeguati delle condizioni di liquidità.

In rapporto ai titoli complessivamente detenuti, l'Eurosistema acquista una quota di obbligazioni di recente emissione maggiore rispetto al loro peso di mercato, così da ridurre possibili conseguenze negative per le condizioni di liquidità. Se è vero, dunque, che il CSPP opera nell'ambito di un quadro generale di riferimento che garantisce la dovuta diversificazione di emittenti, settori e paesi, va altrettanto considerato che le quote detenute di ciascuna obbligazione possono differire dal peso che la stessa ha nell'universo dei titoli idonei ai fini del programma, in modo da adeguarsi alle diverse condizioni di liquidità degli strumenti idonei.

Infine, altro indicatore delle condizioni di liquidità del mercato è costituito dai differenziali denaro-lettera, cioè dalla differenza tra quanto un acquirente è disposto a pagare per un'attività e quanto un venditore è disposto ad accettare. Posto che un mercato liquido è solitamente caratterizzato da bassi differenziali denaro-lettera e considerato che, dall'avvio del CSPP, questi ultimi si sono considerevolmente contratti e sono al momento ai livelli storicamente più bassi, possiamo concludere che il programma ha fornito un adeguato sostegno alle condizioni di liquidità anche in quest'ottica.

3. Analisi complessiva e prospettive future del programma

«Le misure dell'inflazione di fondo hanno registrato un lieve aumento negli ultimi mesi ma nel complesso restano su livelli contenuti. Permane quindi ancora la necessità di un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire il graduale accumularsi di spinte inflazionistiche di fondo e sostenere la dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo».

Ha anticipato così Mario Draghi nel corso della conferenza stampa del 7 settembre 2017 la decisione (già citata) del Consiglio direttivo della BCE, datata 26 Ottobre 2017, che ha stabilito, a partire da Gennaio 2018 e fino a Settembre, un dimezzamento degli acquisti condotti nel quadro del PAA (da un ritmo mensile di 60 miliardi a uno di 30). Tuttavia è stato specificato che gli acquisti sarebbero perdurati anche oltre, fino al momento in cui il Consiglio avesse riscontrato un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione e che, in assenza di sviluppi in questa direzione, sarebbe intervenuto incrementando il PAA in quanto a intensità e/o durata.

Il capitale rimborsato sui titoli, infine, sarà reinvestito dall'Eurosistema per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti e in ogni caso finché sarà necessario: ciò contribuirà sia a condizioni di liquidità favorevoli sia a un orientamento di politica monetaria adeguato.

3.1 I risultati conseguiti grazie al PAA

Gli interventi di politica monetaria effettuati nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività hanno avuto un forte impatto positivo sui risultati economici dell'area dell'Euro.

Innanzitutto sono rimaste costanti le aspettative di mantenimento dei tassi di interesse agli attuali livelli per un periodo di tempo prolungato. Inoltre il tasso d'interesse negativo sui depositi presso la Banca Centrale ha influito sull'intera curva dei rendimenti, ridimensionando la componente legata alle aspettative dei tassi di interesse a lungo termine.

In secondo luogo, come accennato in precedenza, il PAA ha portato gli investitori a indirizzare gli acquisti verso segmenti di mercato più rischiosi, riequilibrando così i propri portafogli. Gli acquisti di attività, operando una sostituzione delle obbligazioni a medio e lungo termine con riserve di Banca Centrale detenute dal settore bancario, hanno causato una riduzione del rischio connesso alla durata finanziaria (duration) e, conseguentemente, dei premi a termine, che ha incentivato a sua volta l'allocazione degli investimenti verso altre

attività, quali i prestiti alle famiglie e alle imprese. Con l'allentamento dei criteri di offerta da parte delle banche, è aumentata la domanda netta di prestiti ed è dunque proseguita la graduale ripresa del credito concesso al settore privato. In particolare, sono migliorate le condizioni di concessione del credito alle piccole e medie imprese (PMI) le quali, intervistate in occasione dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE), hanno confermato crescenti disponibilità al finanziamento e propensione a concedere prestiti a tassi d'interesse più bassi da parte delle banche. Dichiarazione che, in effetti, trova riscontro nei dati empirici: il differenziale fra i tassi di interesse applicati ai crediti di dimensioni molto contenute e quelli sulle erogazioni di importo elevato è sceso di 118 punti base tra la fine di maggio 2014 e dicembre 2017.

Allo stesso tempo, nonostante i progressi, i livelli ancora elevati di crediti deteriorati presenti nei bilanci delle banche di alcuni paesi hanno continuato a frenare la crescita del credito.

Si stima che gli effetti cumulati sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione nell'area dell'euro siano quantificabili, in entrambi i casi, in circa 1,9 punti percentuali tra il 2016 e il 2020. Uno studio pubblicato nel documento di lavoro n.2075 della Banca centrale europea fornisce evidenza empirica dell'impatto macroeconomico del programma ampliato di acquisto di attività, sulla base di un modello VAR a parametri variabili nel tempo con volatilità stocastica e uno schema di identificazione che combina restrizioni relative a segno, tempi e magnitudo.

Nel complesso, l'analisi evidenzia un impatto significativo del PAA sull'inflazione sia del PIL reale che dell'IPCA (Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato). In particolare, si stima che il contributo dell'impatto sul PIL reale sia stato più forte nel breve termine (0,18 punti percentuali nel primo trimestre del 2015 e 0,16 punti percentuali alla fine del 2015), riducendosi molto nel quarto trimestre del 2016 (0,02 punti percentuali). Per contro, il contributo dell'impatto sull'IPCA aumenta nel tempo, essendo minimo nel primo trimestre del 2015 (0,06 punti percentuali) e diventando significativo alla fine del 2015 (0,18 punti percentuali) e soprattutto nel quarto trimestre del 2016 (0,36 punti percentuali).

Lo studio dimostra inoltre, come accennato prima, che molti altri canali sono stati attivati dal PAA, compreso il canale di ribilanciamento del portafoglio, il canale del tasso di cambio, il canale di ancoraggio dell'inflazione e il canale del credito.

3.2 Efficacia del QE europeo: un confronto con il caso americano

Valutare l'efficacia di un'operazione presuppone, da un lato, confrontare la situazione precedente all'implementazione della decisione con quella successiva, dall'altro, prendere in considerazione altri casi in cui è stato attuato un programma analogo e comparare gli effetti generatisi in seguito.

A questo proposito, per completare l'analisi del paragrafo precedente, si ritiene opportuno fare cenno al Quantitative Easing messo in atto dalla Federal Reserve per far emergere analogie e differenze in termini di risultati rispetto al corrispettivo europeo.

A seguito del fallimento di Lehman Brothers, il sistema finanziario americano, già in crisi per la presenza di un'ingente quantità di titoli tossici nei bilanci delle banche e il blocco dei prestiti interbancari, finì sull'orlo del baratro. Il tentativo della Fed di rispondere con la tradizionale politica monetaria espansiva (l'abbassamento dei tassi d'interesse), fu vano e dunque, per stimolare la ripresa, fu costretta ad adottare una misura non convenzionale, il Quantitative Easing, così da assorbire le attività deteriorate e salvare, ove possibile, famiglie e imprese. Iniziato nel novembre 2008, il programma è consistito nell'acquisto di titoli garantiti da ipoteca e titoli pubblici ed è stato articolato in quattro differenti fasi, ognuna caratterizzata da un'intensità e una finalità specifica diversa. Dopo un percorso di tapering (graduale riduzione degli acquisti) iniziato il 18 dicembre 2013, il programma si è concluso nell'ottobre del 2014 e, in totale, ha incrementato il bilancio della Fed di circa \$3,7 bilioni, portandolo da \$800 miliardi a \$4.500 miliardi. L'obiettivo principale della politica monetaria americana fu conseguito: il tasso di disoccupazione, che raggiunse il suo valore più alto (9,9%) nel dicembre 2009, scese al 5,8% nell'ottobre 2014.

Osservando questo risultato, sorge spontanea una prima considerazione, che ci conduce subito alla constatazione di una profonda differenza tra politica americana ed europea, in merito alla scelta dello scopo primario da raggiungere con il Quantitative Easing. La Fed, infatti, deve perseguire 6 obiettivi (massima occupazione, stabilità dei prezzi, tasso di crescita sostenuto dell'attività economica, stabilità del sistema finanziario, riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine e stabilità del mercato valutario) tra i quali non sussiste alcuna gerarchia. Questo ha consentito una conduzione più flessibile della politica monetaria, in cui l'acquisto di titoli è stato portato avanti finché non si è raggiunto il livello desiderato di tasso di disoccupazione.

La limitatezza e la rigidità che, al contrario, hanno caratterizzato l'operato della BCE sono da ricondurre essenzialmente a due ragioni:

1. la priorità attribuita all'obiettivo di mantenimento di stabilità dei prezzi, esposta in apertura dell'elaborato, che induce ad effettuare una serie di operazioni mirate primariamente al suo raggiungimento;
2. le variabili politiche, vale a dire le istanze di ogni singolo paese o gruppi omogenei di essi talvolta contrapposte tra loro, che hanno vincolato la piena operatività del programma. Basti pensare alla Germania, contraria all'abbassamento dei tassi di riferimento e al mantenimento di tassi negativi sui depositi interbancari per il timore che questi riducessero la redditività delle istituzioni finanziarie (aumento dei costi con ricadute negative per i clienti) e venisse alterato il normale andamento del mercato, con investitori alla ricerca di prodotti sempre più rischiosi e dal maggior rendimento e un incremento dell'azzardo morale. Non è un caso che la Corte costituzionale tedesca abbia chiesto lo scorso agosto alla Corte di giustizia europea di pronunciarsi sulla legittimità del programma che, per importanti ragioni, a loro parere, viola il divieto di finanziamento monetario e supera il mandato di politica monetaria della BCE. Tutto ciò dopo che, circa un anno prima, la Corte di giustizia europea aveva promosso l'operato di Draghi, garantendogli piena discrezionalità.

Il dibattito in corso tra gli Stati in merito all'attuazione del programma induce a constatare un'altra differenza importante tra Stati Uniti ed Europa: l'uno è uno Stato federale, in cui politiche fiscali e monetaria vengono stabilite a livello centrale, l'altro è un'istituzione particolare in cui solo la seconda è unitaria. Come si è detto in precedenza, questo non consente di raggiungere l'efficacia massima con le operazioni messe in atto, motivo per cui le istituzioni dell'Unione Europea invitano da tempo a realizzare delle misure strutturali condivise.

Aumentare lo spazio fiscale a livello centrale e promuovere l'integrazione dei mercati finanziari permette inoltre una maggiore condivisione dei rischi, che nell'Unione monetaria europea risulta inferiore rispetto a quella degli Stati Uniti, proprio perché il canale quasi esclusivo mediante il quale si realizza è quello degli avanzi/disavanzi di bilancio dei governi nazionali. Mentre gli Stati americani sono soggetti ad una regola implicita di pareggio di bilancio che comporta un contributo quasi nullo da parte della finanza pubblica alla condivisione dei rischi ed è coerente con un alto grado di assicurazione totale grazie al mercato dei capitali e ai trasferimenti federali, nell'Unione monetaria europea, i governi dell'Eurozona devono rispettare i limiti del patto di stabilità che sono, di fatto, relativamente flessibili. Tale caratteristica ha portato, in fase di crescita, all'accumulo di ingenti disavanzi di bilancio e, in fase di recessione, in risposta ai vincoli posti dalle regole europee, al bisogno di

contenimento di questi ultimi e al conseguente ed inevitabile intervento della Bce volto ad arginare l'impatto della recessione sui consumi dei paesi più colpiti dalla crisi.

3.3 Prospettive future del programma

Il programma ampliato di acquisto di attività è strutturalmente destinato ad avere una fine. Già la Bce, con la decisione citata ad inizio capitolo, aveva annunciato una riduzione degli acquisti da un ritmo mensile di 60 miliardi ad uno di 30, fino alla fine di settembre 2018. Proprio in occasione della riunione del Consiglio direttivo tenutasi a Riga il 14 giugno 2018, quest'ultimo ha anticipato che, dopo settembre, se verranno confermate dai dati le prospettive di inflazione a medio termine, il ritmo mensile degli acquisti netti di attività sarà ridotto a 15 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2018 e in seguito gli acquisti netti giungeranno a termine.

In secondo luogo, è stata ribadita l'intenzione di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA dopo la conclusione degli acquisti per il periodo di tempo necessario a mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Arrivare a questo risultato è stato il passaggio finale di un percorso fatto di attente valutazioni basate su analisi macroeconomiche elaborate da esperti dell'Eurosistema, sull'evoluzione delle misure delle pressioni su prezzi e salari e delle incertezze in merito alle prospettive inflattive. Ma entriamo nel merito.

Le proiezioni di giugno 2018 formulate dagli esperti indicano una crescita annua del PIL in termini reali del 2,1% nel 2018, dell'1,9% nel 2019 e dell'1,7% nel 2020 e vanno sostanzialmente a confermare che le misure di politica monetaria intraprese sostengono la domanda interna, che a sua volta, combinata con condizioni favorevoli di finanziamento, favorisce l'incremento degli investimenti delle imprese.

Da giugno 2014, dunque, la trasmissione della politica monetaria continua a sostenere in maniera significativa le condizioni di prestito per imprese e famiglie nonché i flussi di credito nell'intera area dell'euro, risultati confermati dall'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento condotta nell'area dell'euro, in base alla quale in particolar modo piccole e medie imprese hanno beneficiato del migliore accesso al finanziamento.

L'obiettivo primario del Quantitative Easing, contrastare la deflazione, è evidente sia stato conseguito, visto che oggi la Banca centrale europea ha rivisto al rialzo la sua stima sull'inflazione dell'Eurozona all'1,7% per quest'anno e per il 2019 dal precedente 1,4%.

Tuttavia, guardando all'interno dei confini nazionali, ad esempio, la presenza di un operatore che ha acquistato Btp in misura così massiccia ha contribuito alla riduzione dello spread Btp-Bund passato dai circa 350 punti del 2015 ai 130 del marzo scorso. Con questo si vuole dire che, quando verrà meno la consapevolezza che il mercato è salvaguardato dalla BCE e dalle sue operazioni, consapevolezza che peraltro ha bloccato la speculazione sui titoli di Stato italiani all'origine della crisi di 7 anni fa, si verificheranno delle conseguenze più o meno gravi a seconda della capacità dei singoli Stati di conquistare la fiducia degli investitori con politiche credibili di lungo periodo.

Per consentire un'evoluzione dell'inflazione in linea con le aspettative di un profilo di aggiustamento durevole, con la decisione del 14 giugno è stato inoltre annunciato che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimarranno immutati per almeno un altro anno. Anche se il processo di normalizzazione dei tassi d'interesse sarà lento e graduale, inevitabilmente nell'arco di qualche anno verrà meno l'anomalia dei tassi di interesse negativi sulle emissioni dei titoli pubblici e l'investimento in titoli del reddito fisso tornerà ad essere remunerativo. Verranno quindi messe a tacere le critiche circa la politica del QE che consideravano inadeguata la remunerazione del rischio di alcune attività, dal momento che i rendimenti diverranno positivi e favoriranno l'allocazione del risparmio verso investimenti diversi a seconda delle preferenze dei risparmiatori.

Conclusioni

Con questo elaborato si è inteso chiarificare la struttura di un programma complesso, il programma ampliato di acquisto di attività (PAA), che ha influito in modo irreversibile sulle condizioni economiche degli Stati aderenti all'Unione economica e monetaria europea.

Preliminarmente è stato necessario esplicitare le ragioni che hanno indotto la BCE ad attuare una politica monetaria non convenzionale. Per farlo, si è dapprima illustrato il rapporto tra politica monetaria, fiscale e indebitamento pubblico: in questo contesto è stato inevitabile constatare l'inidoneità del vincolo, espresso nell'art. 104 del Trattato di Maastricht, che impedisce alla BCE di acquistare titoli di Stato dei paesi membri durante una fase di grave rischio di deflazione. Aver aggirato questo vincolo è costato alla Banca Centrale la richiesta rivolta dalla Corte Costituzionale tedesca alla Corte di Giustizia europea di pronunciarsi sulla legittimità del programma, dopo poco più di un anno che quest'ultima aveva garantito al presidente Mario Draghi ampia discrezionalità decisionale.

Si è dunque entrati nel merito dei singoli programmi costitutivi del PAA. Illustrare in breve il primo e il secondo programma di acquisto di obbligazioni garantite, terminati rispettivamente il 30 giugno 2010 e il 31 ottobre 2012, è servito ad evidenziare la continuità in termini di procedimento e la differenza in termini di finalità con il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite, iniziato il 20 ottobre 2014: se, infatti, a livello di meccanismo, i tre si equivalgono, per quanto riguarda la finalità con l'ultimo sono stati perseguiti, rispetto ai precedenti, obiettivi macroeconomici più ampi, quali il miglioramento delle condizioni di finanziamento dell'area Euro e dell'offerta di credito all'economia reale.

Dopo aver avviato a fine novembre 2014 anche il programma di acquisto di ABS, nel gennaio 2015 il Consiglio direttivo ha concluso che lo stimolo monetario provocato dalle misure adottate fino ad allora era insufficiente, dal momento che il tasso d'inflazione non aveva raggiunto i livelli desiderati (inferiori ma prossimi al 2%). È per questo che a marzo 2015 la Bce ha dato il via all'acquisto dell'unica tipologia di attività finanziarie disponibili nell'area Euro in quantità tali da assicurare un'adeguata espansione del bilancio della Banca Centrale e i cui rendimenti potessero influenzare le condizioni dell'economia reale: i titoli pubblici.

Di portata inferiore rispetto a quelle avvenute nell'ambito del PSPP sono le operazioni relative al programma di acquisto del settore societario, in corso da giugno 2016. Il CSPP sembra aver contribuito, grazie ad una riduzione dei differenziali di rendimento, al

miglioramento delle condizioni di offerta sui mercati primari delle obbligazioni societarie e aver sostenuto opportunamente le condizioni di liquidità.

La fine annunciata del Quantitative Easing europeo è sicuramente sintomo di soddisfazione della BCE relativamente all'obiettivo inflattivo. In occasione della riunione del Consiglio direttivo tenutasi a Riga il 14 giugno 2018, è stato anticipato che, dopo settembre 2018, se i dati più recenti confermeranno le prospettive di inflazione a medio termine del Consiglio direttivo (tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,7% nel 2018, nel 2019 e nel 2020), il ritmo mensile degli acquisti netti di attività sarà ridotto a 15 miliardi di euro sino alla fine di dicembre 2018 e in seguito gli acquisti netti giungeranno a termine.

Per godere appieno dei benefici derivanti da tali manovre e arrivare preparati alla fase di normalizzazione della politica monetaria, i governi dei paesi dell'Eurozona devono attuare delle riforme strutturali e delle politiche di bilancio in grado di potenziare la crescita a lungo termine.

“A tutti i paesi gioverebbe intensificare gli sforzi per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita. Una piena, trasparente e coerente attuazione del Patto di stabilità e crescita e della procedura per gli squilibri macroeconomici, nel tempo e nei vari paesi, resta essenziale per consolidare la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro. Migliorare il funzionamento dell'Unione economica e monetaria continua a essere una priorità. Il Consiglio direttivo esorta ad adottare misure specifiche e incisive per il completamento dell'unione bancaria e dell'unione dei mercati dei capitali.”,

conclude Draghi nella dichiarazione introduttiva alla conferenza stampa del 14 giugno 2018.

Bibliografia

ALBERTAZZI U., BECKER B., BOUCINHA M., 2018. *Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset programmes: evidence from the euro area*. ECB Working Paper N.2125, p.1-7. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2125.en.pdf?998cac6ed2d896ee37f8377355bd1a8c> [Data di accesso: 20/05/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2010. La risposta della BCE alla crisi finanziaria. *Bollettino mensile*, Ottobre, p.61-77. Disponibile su: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-bce/bol-bce-2010/boll_bce_10_10.pdf [Data di accesso: 2/05/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2011. *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, p.10-12. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109it.pdf?8ecb99c38a2861153d62f5f328088daa> [Data di accesso: 26/04/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2015. Il ruolo del bilancio della Banca Centrale nella politica monetaria. *Bollettino economico*, numero 4/2015, p.69-88. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2015/bol-eco-4-2015/bolleco-bce-04-15.pdf> [Data di accesso: 4/05/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2015. La politica monetaria in periodi di sfide. *Rapporto annuale*, p.43-61. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015it.pdf?d4b6cc0d586ee34f89713b3d0b306306> [Data di accesso: 2/05/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2016. Il mercato delle obbligazioni private e il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario. *Bollettino economico*, numero 5/2016, p.22-25. Disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-5-2016/bollecobce-05-2016.pdf> [Data di accesso: 9/05/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2017. Il programma della BCE per l'acquisto di titoli del settore societario: attuazione ed effetti. *Bollettino economico*, numero 4/2017, p.35-40. Disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2017/bol-eco-4-2017/bolleco-bce-4-2017.pdf> [Data di accesso: 9/05/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2017. La politica monetaria all'insegna di pazienza, costanza e prudenza. *Rapporto annuale*, p.42-54. Disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-bce/2017-bce/ar2017.it.pdf> [Data di accesso: 22/05/2018].

BANCA CENTRALE EUROPEA, 2018. L'impatto del programma di acquisto di titoli del settore societario sui mercati delle obbligazioni private e sul finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro. *Bollettino economico*, numero 3/2018, p.69-87. Disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2018/bol-eco-3-2018/bolleco-BCE-3-2018.pdf> [Data di accesso: 11/05/2018].

BANCA D'ITALIA, 2017. Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema. Disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/media/notizie/2015/programma-acquisto-titoli-pubblici-privati-eurosistema.pdf> [Data di accesso: 4/05/2018].

BARRO R., 1974. *Are government bonds net wealth?* Journal of Political Economy 82(6). Disponibile su: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/260266> [Data di accesso: 24/04/2018].

BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., 2016. *Macroeconomia. Una prospettiva europea*. Nuova edizione. Bologna: Il Mulino.

COVA P., FERRERO G., 2015. *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n.270. Disponibile su: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0270/QEF_270.pdf [Data di accesso: 4/05/2018].

ESPOSITO M., et al., 2015. *Che cos'è il Quantitative Easing. I dossier de Lavoce.info*. Disponibile su: http://www.lavoce.info/wp-content/uploads/2015/03/Dossier_Quantitative-Easing_updated.pdf [Data di accesso: 23/04/2018].

GAMBETTI L., MUSSO A., 2017. *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*. ECB Working Paper N.2075, p.1-8, 19-21. Disponibile su: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf> [Data di accesso: 20/05/2018].

GRECO L., 2015. *Introduzione all'Economia del Debito Pubblico*. Università degli Studi di Padova, Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali "Marco Fanno".

NUCERA F., LUCAS A., SCHAUMBURG J., SCHWAAB B., 2017. *Do negative interest rates make banks less safe?* ECB Working Paper N.2098, p. 1-5. Disponibile su:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2098.en.pdf?a6edd3e2bd1904418cc5fc1f7726df44> [Data di accesso: 22/05/2018].

PANETTA F., 2018. La politica monetaria nell'area dell'euro: passato, presente e futuro prossimo. *Un futuro per l'Europa. Convegno in memoria di Giacomo Vaciago*. Milano, 6/04/2018, p. 5-14. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2018/panetta-20180406.pdf> [Data di accesso: 20/05/2018].

Sitografia

BAGLIONI A., 2009. Se Trichet finanzia il debito pubblico. *Lavoce.info* [online]. Disponibile su: <http://www.lavoce.info/archives/25805/se-trichet-finanzia-il-debito-pubblico/> [Data di accesso: 24/04/2018].

BINI SMAGHI L., 2009. La crisi finanziaria: sfide e risposte. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html [Data di accesso: 24/04/2018].

BUFACCHI I., 2018. Bce verso la fine del Qe: ecco cosa accadrà dopo. Guida alle mosse che oggi annuncerà Draghi. *Il Sole 24 Ore* [online]. Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-06-13/bce-la-fine-qe-ecco-cosa-accadra-dopo-guida-mosse-che-oggi-annuncera-draghi-220909.shtml?uuid=AEjfHw5E> [Data di accesso: 16/06/2018].

DRAGHI M., 22/01/2015. Dichiarazione introduttiva alla conferenza stampa. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.it.html> [Data di accesso: 23/04/2018].

DRAGHI M., 07/09/2017. Dichiarazione introduttiva alla conferenza stampa. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170907.it.html> [Data di accesso: 22/05/2018].

DRAGHI M., DE GUINDOS L., 14/06/2018. Press Conference. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180614.it.html> [Data di accesso: 16/06/2018].

MILANO V., REICHLIN P., Risk sharing across the US and Eurozone: the role of public institutions. *VoxEU* [online]. Disponibile su: <https://voxeu.org/article/risk-sharing-across-us-and-eurozone> [Data di accesso: 20/05/2018].

PRAET P., 2016. La politica monetaria della BCE: ritorno alla stabilità dei prezzi a medio termine, ossia un'inflazione inferiore ma prossima al 2%. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160113.it.html> [Data di accesso: 20/05/2018].

REICHLIN L., 2015. Le scelte giuste della Bce ma la Ue non può avere la Germania contro. *Corriere della Sera* [online]. Disponibile su: http://www.corriere.it/opinioni/15_gennaio_27/scelte-giuste-bce-ma-ue-non-puo-avere-germania-contro-d461b362-a5fa-11e4-96ea-4beaab57491a.shtml [Data di accesso: 24/04/2018].

SABELLA M., 2018. Bce, che cosa accadrà con la fine del “Qe”. *Corriere della Sera* [online]. Disponibile su: <https://www.corriere.it/economia/cards/bce-che-cosa-accadrà-la-fine-qe/adesso-che-cosa-succederà-risparmi.shtml> [Data di accesso: 16/06/2018].

TERZI A., 2018. Euro irreversibile, politica permettendo. *Lavoce.info* [online]. Disponibile su: <http://www.lavoce.info/archives/53659/euro-irreversibile-politica-permettendo/> [Data di accesso: 16/06/2018].

2012. Inflazione, tasso da. Treccani. *Dizionario di Economia e Finanza* [online]. Disponibile su: http://www.treccani.it/enciclopedia/tassa-da-inflazione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ [Data di accesso: 23/04/2018].

2015. La crisi del debito sovrano del 2010-2011. *CONSOB* [online]. Disponibile su: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011> [Data di accesso: 23/04/2018].

2015. Asset purchase programmes. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> [Data di accesso: 23/04/2018].

22/01/2015. Comunicato stampa. La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html [Data di accesso: 23/04/2018].

2015. Bce e Fed: differenze di obiettivi a cavallo dell’Atlantico. *Borsa Italiana* [online]. Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/politicamonetariaevitareale/europa/bce-fed-obiettivi-differenti/bce-fed-obiettivi-differenti.htm> [Data di accesso: 04/05/2018].

26/10/2017. Comunicato stampa. Decisioni di politica monetaria. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.it.html> [Data di accesso: 4/05/2018].

14/06/2018. Comunicato stampa. Decisioni di politica monetaria. *European Central Bank* [online]. Disponibile su:
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180614.it.html> [Data di accesso: 16/06/2018].

Riferimenti normativi

Decisione (UE) 2009/16 della Banca Centrale Europea del 2 luglio 2009 sull'attuazione di un programma per l'acquisto di obbligazioni garantite.

Decisione (UE) 2011/17 della Banca Centrale Europea del 3 novembre 2011 sull'attuazione di un secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite.

Decisione (UE) 2014/40 della Banca Centrale Europea del 15 ottobre 2014 sull'attuazione di un terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite.

Decisione (UE) 2015/5 della Banca Centrale Europea del 19 Novembre 2014 sull'attuazione di un programma di acquisto di titoli garantiti da attività.

Decisione (UE) 2015/774 della Banca Centrale Europea del 4 marzo 2015 su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari.

Decisione (UE) 2015/1613 della Banca Centrale europea del 10 settembre 2015 che modifica la Decisione (UE) 2015/5 sull'attuazione di un programma di acquisto di titoli garantiti da attività.

Indirizzo della Banca Centrale Europea 2011/14 del 20 settembre 2011 sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema (rifusione).

OJ N. C 191, 29/07/1992, Titolo VI, Capo I, art. 104.

Totale parole: 12.815